

# 先物市場の発展と自律規制

権 相 璋\*  
(訳) 金 鏞 淇\*\*

## 要 約

先物市場における自律規制の強化は、それが先物市場の活性化を制約することなく、先物取引による事故、その信頼を失うことのありうる不正な取引、不健全な取引の発生を防ぐという面において、その必要性が強く認められている。

より発展している各国の先物取引所においては、国家機関その他による規制手段がなくとも、先物市場における事故、あるいは不正取引がおこらない程度に、ほとんど完璧な自律規制システムが運営されている。

この小稿においては、世界先物市場発展の大きな流れの一つの軸である自律規制システムを、先物市場発展の面から、焦点をあわせ関連理論・実施背景・自律規制内容等を重点的に研究することとなるが、研究の中心は自律規制システムの体制が発達しているアメリカの例を重点的にとりあげるであろう。

アメリカの先物取引所は、①事故の憂いのある大量（限度超過）取引、不正の素地のある事前連結取引、架空の取引、顧客の注文を自己勘定のために行う取引等を、基本的に禁止することによって、第1防禦線を構築し、②厳格な監査証跡開発、1分以内迅速報告義務の賦課、ポジション超過者報告、監査室の規則施行強化のための市場・金融・取引監督における事故を防ぐ予備的防禦体系（第2防禦線）を構築し、③三次的に会員または顧客の信用が悪化し支払不能がおこらぬよう、決済会員、先物手数料商人（FCM）の信用状態を取引所独自にまたは共同して継続的に調査して、信用悪化に備えている。

このような完璧な自律規制システムが、先物取引の事故予防はもちろん、ひいては先物市場の発展にもつながっているのである。

## 目 次

1. 序言
2. 自律規制理論と実施背景
3. 先物取引所の自律規制
4. 先物協会の自律規制
5. 結言

## 1. 序 言

派生商品の発達、全世界的に証券化を加速化し規制緩和（Deregulation）を促進し、政府の政策的介入を縮小せしめている。政府の干渉と統制よりのがれ、市場原理を重視する変化の流れは、1980年代以降益々加速化し、今や、全世界的に自律化が大きく拡大化され、先物市場に

おいては自律規制の強化現象となってあらわれている。

先物市場における自律規制システムの強化は、それが先物市場の活性化を制約せしめることなく、先物取引による事故、その信頼を損うおそれのある不正取引、または、不健全な取引発生等を防ぐという面で、その必要性が大きく認められている。

先物市場の自律規制システムは、アメリカにおいて早くから採択されていた。特に、NYM-

\* 啓明大学校通商学部教授

\*\*啓明大学校経営学部元教授、嶺南大学校名誉教授

EX は1994年の統合 (NYMEX と COMEX) とともに、ほとんど完璧に自律規制システムを運営している。

アメリカの先物取引所は、国家機関そのほかの規制手段がなくても事故・不正取引等がおこらない程度に、体系的なシステムを運営している。

特に、①会員選抜のとき信用のある会員を選抜し、②取引のときその公正を確保し、③決済のときその保証および会員の金融の安定性を管理し、④取引所規則実行保証のため監査室の監督を強化し、⑤違反が発見されたとき調査と懲戒を徹底的に行い、⑥取引所情報の迅速な活用を誘導する等の、体系的な規制活動を行っている。

ヨーロッパの取引所も自律規制が中心となっている自由な雰囲気、新しい先物商品開発と新しい先物需要創出に、一役になっているといえよう。

ヨーロッパの取引所が、先物取引所開設以来短い歴史であったにもかかわらず、世界における中心的取引所として進出 (EUREX 取引所は1999年、今まで世界一位であった CBOT 取引所をおさえ、世界最大実績の取引所に浮上した) することができたのも、このような自律規制の市場雰囲気に負うところが大きいといえる。

完全な自律規制活動は、アメリカ以外の国においてはもちろんのことであるが、後れて先物市場を発足させた韓国においても、先物市場の活性化とそのシステムの国際競争力を高めるために、大きく必要視されている状況である。

この小稿においては、完全な自由規制システムにより先物市場の発展を図っているアメリカの例を中心として、ヨーロッパと日本等多くの国々の事例をも必要な範囲において、関連する事項につき分析したい。

研究の順序は、序言について第2節において自律規制に関する理論と実施背景を考察し、なお第3節において先物取引所の自律規制、第4節において先物協会の自律規制を調べ、結言として研究された事項の結論と、筆者の主張を述べることにしたい。

## 2. 自律規制理論と実施背景

### 1) 自律規制理論

#### (1) 先物市場規制の理論

先物市場規制理論には、公共利益仮説、自己保護仮説、弁証法仮説等がある。

#### ① 公共利益仮説 (public interest hypothesis)

今まで、もっとも普遍的に行われた仮説で、この背景は、市場失敗が発生すれば、財貨とサービスの生産が社会的最適 (Social Optimum) 状態を達成できないということである。

したがって、このような場合には、政府が介入して私的生産水準を社会的生産水準に接近せしめ、社会的厚生を極大化せしめるべきである、というものである。

Gramm と Gray は “Ready-tire-Aim: An Antidote to Derivatives Regulation by Anecdote” において、投資者保護・合理的価格決定誘導・金融制度安定性維持が、政府の規制により確保されるという主張に対し、強い疑問をなげている。彼らは、政府規制よりも市場参加者の自由な契約による投資者の保護が、より有効であることを主張している。

#### ② 自己保護仮説 (Capture)

被規制者らが規制者を取りこんで私的利益を図る傾向があるという経験的事実より出発している。したがって、市場規制に対する強調は私的利益を得ようとする利害関係者によりおこるという考えである。Stigler は、規制があやまって行われたら富の再分配効果 (Wealth redistribution effect) がおこるという理論の下に、規制の結果は公共利益が犠牲となる反面、被規制者たちにのみ利益を与えるようになると主張している。

Stigler は、補助金支給および価格指示、参入規制および代替商品抑制 (restriction of substitute product) 等の手段を通じ、規制がフィギュア一制産業に特典を与えていると主張する。Miller 教授は、日本の大蔵省がまさにこのような手段により、証券業者らに恩恵を与えている事実を、例にあげている。

#### ③ 弁証法仮説 (regulatory dialectic)

新しい規制が、弁証法的に進行するという理論である。Kane は、既存の規制を利用する集団が発生すれば、これを防止するための新しい規制が導入され、これが効果を発揮して資本の流れを司るようになり、そうなれば、また新たに規制を迂回する集団があらわれ、これを防止するための規制がまたあらわれるという現象が繰り返えされるといえるものである。

このほかにも、規制の決定要因を各国固有の政治的、文化的特性に求めようとする文化理論 (Cultural theory)、規制の失敗を補完するために新たな規制を設けるという官僚社会がひきおこす、いろいろな行政的問題があらわれるとする行政理論 (Administrative theory)、金融市場は外生的衝撃をうけないとしても本質的に不安定であるため規制が必要であるという金融不安定仮説等がある。この金融不安定仮説に二つの代表的な投機仮説をあげることができる。経済主体は、投機に陥る非合理的な面をもっているために、一旦投機の熱気にさらされると、金融機関より過大な貸付をうける等の方法により利益増大に没頭する (money game) ようになり、また、これに伴う過剰流動性が経済のバブルをひきおこすというものである<sup>1)</sup>。

## (2) 派生商品規制の原則

第1. 派生商品を通ずる投資は、基礎商品に対する投資と全く同じ経済的效果を実現することができるため、派生商品取引に対する規制・監督にあたっては均衡性の原則が確立されなければならない。これがためには、市場参加者に均等な競争機会 (Level playing field) を提供し、公正な基準 (ground rule) によるゲームのルール (rule of game) が成立するよう、市場参加者間の規制の均衡 (harmonization of regulation) を維持するのが極めて重要である。したがって、派生商品市場と基礎商品市場との間に、同じ程度の規制・監督が行われなければならない<sup>2)</sup>。もしそうでなければ、監督当局が恣意的に

市場を差別して規制することとなり、一方の市場が非正常的に肥大し、あるいは縮小する結果を招来することとなる。

第2. 派生商品は基礎商品に比べ複雑であり、その開発速度はその専門家ですらついていけない程はやく専門性も高い。また、派生商品はまたたくまに莫大な金額の取引が行われ即時性が高い。そこで、監督機関もリアルタイムの対応が必要である。

したがって、この取引に対する効率的な規制・監督のためには、公正な取引が行われる与件が備わるよう自律性の原則にしたがい、その原則が定着するようにし、監督機関の介入は最小限にとどめ、市場失敗の憂いがある緊急な状況に限定されなければならない。

また、この市場においては価格の変動が敏感に反応する投機取引者の存在が必須不可欠であるが、この市場に対する直接介入は、投機取引者の存立をあやふくするため、極度の自制が要求される。

第3. 派生商品は、元来、危険の転嫁のために考案されたが、経済内に存在する危険それ自体をなくすことはできないので、その転嫁は往々にしてその集中をひきおこす。そこで、この危険発生を源泉的に除きうる制度の整備、危険徴候の早期把握体制構築、危険の制度内自動的抑制の制御装置 (Built-in-Controller) 等が必要である<sup>3)</sup>。

## (3) 派生商品規制の方法

### ① 自律規制本位

金融革新が加速化された最近においては、金融システムの安定性、投資者の保護よりは、競争による金融産業の能率をより重視して、規制を緩和する傾向にある。

株式スワップは Shad・Johnson 協定により許容されている。先物取引所が場外取引市場に比して不利である。Barings 事故以後論議された、先物市場に対する各種の規制によりアメリカの先物取引所が、この規制がなく自由な雰囲気ヨーロッパその他の国々に比べて、競争力等において大きく不利であると主張し、この対等な規制の衡平を要求している。

3) 姜柄皓ほか、前掲書、pp. 7~11.

1) 姜柄皓・鞠燦杓・李商彬・崔興植、「派生商品去來의 規制監督方向」, 韓国先物学会, 『先物研究』, 第6号, 1998, 12, pp. 2~5.

2) CBOT, CME 等アメリカの取引所は先物取引所の個別株式先物取引を禁止し、場外市場の個別

このような規制緩和については、つぎのような理由があげられる。

第1. 預金保護制度の創設等、金融市場の各種安全装置 (Safety Net) により、金融システムの安定性を阻害する危険が大きく減少した。

第2. 競争自体が有効な安全装置となる。

第3. 競争は逆選択 (Adverse Selection) であるが、道徳的危険 (Moral Hazard) 等、情報の非対称問題を軽減させることができる。

第4. 金融機関に対する競争の促進は、正の外部経済 (Externalities) をもたらす要因もある。

金融市場の規制に対する共通的な方向は、競争による能率の昂揚という原則の下に、競争を制限する事前的監督は緩和するが、金融機関の不堅実を防ぐ予防的な事後的監督は強化する趨勢である。

このような趨勢により、派生商品取引の規制・監督方向も金融機関の内部統制システム構築の方向に向かっている。

最近の各国における公的機関 (アメリカの FRB, GAO, OCC, 英国の Bank of England) および民間研究調査機関 (The Group of Thirty 等) が準備している、派生商品取引に対する管理・監督の方針を検討してみれば、規制・監督機関の役割も重要であるが、より重要なのは、派生商品取引参加者の効率的内部統制体制の構築であることを強調している。とくに、派生金融商品はその内容がたいへん複雑多様なために、具体的規制が困難であり、市場参加者等の自律管理体制確立を通じて、商品に内在するリスクを少なくするよう誘導するのが望ましいというのが、共通する見解である。

金融機関の内部統制システムは、相互牽制中心の体制構築、リスク管理手続の設定、監査の三つの部門に分けて考察することができる<sup>4)</sup>。

#### a. 相互牽制中心の内部統制体制構築

内部統制を活性化するためには、何よりも取引を実行する部署 (front office) と決済支援部署 (back office) を、独立・分化せしめなければ

ならない。

ベアリング・グループの場合のように、取引担当者と決済担当者が、同一人の場合には、効果的な内部統制が成立しない。実際に発生するリスク・損失を、早期に摘発するのにもむずかしい。また、リスク管理部門が独立することにより、ほかの部門に対する牽制、リスク管理の決定、リスクに対する収益計画の樹立、そして経営陣に対する迅速な報告が、可能となる。

#### b. リスク管理手続の設定

第1. リスクに対する適切な測定がなされなければならない。

第2. リスクの許容限度を設定し、これに適切な管理がなされなければならない。

第3. 報告体制の整備が必要である。

第4. 経営陣は、全般的な危険管理手続の細部事項を定期的に評価しなければならないし、最小限一年に一回以上危険測定方法、および測定モデルを、外部監査または専門家に依頼し、点検をうけるようにしなければならない。

#### c. 内部統制システムに対する監査

内部統制システムに不備な点、あるいは重大な問題点が発見され、または危険の程度に重大な変化が発生した場合には、監査の対象および範囲を拡大し、監査の周期を短縮する。リスク管理部署の独立性および全般的効率性を評価し、リスク限度を正しく守っているか、経営陣および理事会<sup>5)</sup>に報告される情報が信頼に値し、時期が適切であるかを評価しなければならない。

ベアリング・グループ金融事故の発生原因は、基本的に同グループの派生金融商品取引に対する内部統制機能が不備であった点にある<sup>5)</sup>。すなわち、ベアリング銀行シンガポール現地法人の場合、ディーラー自身が取引部門と計理等の業務支援部門を同時に担当することにより、リスクの認識・分析・管理関連法規の遵守が、正しく行われない等全般的に自己内部統制組織と機能が、麻痺していた。

効率的なリスク管理が正しく行われなかったためにおきた大型金融事故だ、といえよう。

4) 姜柄皓ほか、前掲書、pp. 5～17.

訳注1) 日本の取締役会に相当する (以下同様)。

5) 李康男、『国際金融論』、法文社、1998、p. 530.

## ② 他律規制（政府規制）中の健全性規制の強化

金融の自由化と開放化の進展とともに、金融機関の安全と健全経営を誘導し、不公正な取引を防ぎ、善意の一般取引者を保護するために必要な資金の最少限の規定、会計基準制定等健全性規制 (Prudential regulation) は、むしろ強化されつつある。

国際決済銀行 (BIS) の銀行規制監督委員会 (Committee on Banking Regulations and Capital Standards) が、1998年7月「自己資金規制に関する国際的統一基準 (International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards)」を制定した。この基準は、銀行資産の危険度による加重値を与え、加重危険資産を算出し、この資産に対する最低必要資本 (minimum capital requirement) の比率を8%に設定している。そして、国際決済銀行加盟国のすべての商業銀行に対し、増資あるいは新規貸出の抑制を通じ、最低必要資本の比率を充足せしめるようにした。

ヨーロッパ連合 (EU) のバーゼル委員会と国際証券委員会 (IOSCO) もともに、銀行と証券会社の特定取引の市場危険と特定契約相手方のリスクに備えるため、自己資本を規制した「適性自己資本指針 (Capital Adequacy Directive)」を採択し、1996年より適用している。

BIS の銀行監督委員会も、1994年7月監督当局と銀行がともに使用しうる「派生金融商品取引のリスク管理指針」を発表した<sup>6)</sup>。

アメリカは、1991年預金保険制度の改編、銀行に対する監督強化、不堅実な金融機関に対する早期介入等を主要内容とする連邦預金保険公社改革法 (FDICIA) を制定し、アメリカの財務会計基準委員会 (FASB) は、1998年12月15日以降にはじまる会計年度より適用される予定の「派生商品とヘッジ活動に対する会計 (Accounting for Derivative Instrument and for Hedging Activities)」基準案を発表した。

日本も、1992年監督当局の銀行に対する健全

な経営規制の強化を主要な内容とする、金融制度改善法を制定した<sup>7)</sup>。

韓国も、先物取引法を改正 (1999. 2. 1) し、先物会社の経営健全性監督に関する根拠 (第39条の2) が新設された。この規定は、先物会社の財務健全性監督に関する事項、および国内先物取引関連業務処理指針を新たに定め、先物会社の資産運用、および資本調達を原則として自由化する代わりに営業用純資産等を財務の健全性にしたい適期に是正措置を行いうる制度等、規制の内容を差別化する間接規制方式を導入した。

### a. 営業用純資本制度

先物会社の財務健全性監督制度は、先物会社の業務と証券会社の業務がともにブローカー業務を中心としている点において、直面する財務危険の種類がたいへん類似しているために、その基本体系は証券会社の営業用純資本制度と同一である。証券業と先物業の財務健全性監督体系を一致せしめる外国の趨勢 (機能中心の監督追究) により、韓国の先物会社に対する監督・規制もこのような趨勢にしたがっている。しかし、先物・オプション等のような派生商品を専門的に取り扱う先物業の特性を勘案して、いくつかの事項については差異がある。

先物会社に対して適用する営業用純資本比率は、営業純資本を総危険額で除した数値を百分率で表示し、先物会社が直面する各種危険を勘案した純資本の流動性程度を表わす指標としている。これは、つぎのような証券会社が採択している営業用純資本比率の式と、同様な式によるものである。

#### \* 営業用純資本比率

$$= \text{営業用純資本} / \text{総危険額} \times 100\%$$

#### \* 営業用純資本

$$= \text{資産} - \text{負債} - \text{流動化困難な資産等差引項目} + \text{後順位借入金等加算項目}$$

#### \* 総危険額

$$= \text{市場危険額} + \text{取引相手方危険額} + \text{基礎危険額} + \text{信用集中危険額} - \text{危険相殺額}$$

6) 李康男, 前掲書, p. 48~49.

7) 姜柄皓ほか, 前掲書, p. 6.

ここで、先物会社の業務範囲および特性を勘案したいくつかの差異点について検討したい。先物会社は、営業用純資本を算出するにあたり、証券会社とは異なり、アメリカの調整純資本(ANC: Adjusted Net Capital)制度の一部内容を反映して委託者未収金を差引項目として設定している<sup>8)</sup>。

実際に、外国においてもこれを、ともに差引項目としている。取引履行証拠金のみにて取引が可能な先物とオプションの特性よりみて、投資 leverage が相当に高いという点で、また先物会社の未収金整理を強力に誘導するという次元よりみたとき、この委託未収金を差引項目としているのは当然であるといえよう。そして、市場危険額算出にあたり先物業とかかわりのない引受危険および市場助成危険は除外し、その代わりすべての先物、オプションおよび一般商品に対する相場変動危険額を含めるようになっている。また、顧客預託財産残高の100分の4を危険額と看做し、この金額と年間経営支出費用の25%の金額の中、大きい金額を基礎危険額にする等、先物業の特性に見合うよう補完された。基本的にこのような修正は、アメリカ・英国・日本等主要先進国にて施行されている健全性監督制度を、特に、アメリカにおいて施行している調整純資本制度を、韓国の実情にあうよう一部を反映した結果であるといえる。

#### b. 適期是正措置制度

営業用純資本比率および資産・負債比率を基準として、一定比率に至らない場合財務状態の改善のために、監督機関がとる経営改善措置を、適期是正措置(PCA: Prompt Connective Action)という。

この規制方式により、現在先物会社は営業用

純資本比率が150%に至らない場合経営改善勧告を、この比率が120%に至らないか、経営改善勧告を受けても、この比率が150%に至らない場合は経営改善要求を、そして、この比率が100%に至らないか、経営改善要求を受けても、この比率が120%に至らない場合および実質価値に評価した資産・負債比率が100%に至らない場合には、経営改善命令を受けるようになっている。経営改善勧告・経営改善要求、および命令により、これに該当する措置がとられる。

先物会社の場合は、比率段階別(150%, 120%, 100%)に営業用純資本比率が下がるか、下がるおそれがある場合、監督機関に即時通報するようにし、財務状況悪化に対する早期警報システム(EWS: Early Warning System)が構築されている。実際に、先物産業の先進国といえるアメリカの場合、先物会社に対し強い適期是正措置がとられるようになっている。営業用純資本制度に類似している調整純資本制度を財務健全性測定道具として利用するアメリカにおいては、最少財務要件が満たされない場合、直ちに退出<sup>訳注2)</sup>措置を取る[CFTC: Commodity Futures Trading Commission Regulation §1. 17]。アメリカは、150%と100%の二段階システムで運営しているが、調整純資本が150%に至らない場合は、5営業日以内に書面報告をしなければならず、最少財務要件水準である100%に至らない場合は、24時間以内に電子通信の方法による通知を義務化し、早期警報システムを構築している[CFTC Regulation §1. 12]。

そのほかにも、先物会社の財務健全性維持のための特殊関係人発行証券の所有限度設定、特殊関係人との場外派生商品取引のときの解止取引等を通じた、損失危険回避義務を付記しており、他人に対する債務保証禁止等の先物会社の経営行為に対する直接的な制限を規定している<sup>9)</sup>。

訳注2) 債権金融機関協議による貸出中止等の方法により、会社企業の維持ができず、撤退をよぎなくされることが多い。

資料：玉基律，前掲書，p. 25.

9) 玉基律，前掲書，韓国先物協会，『先物市場』，1999. 11. p. 27.

8) 調整純資本(Adjusted Net Capital)は、資産中流動化可能金額から、負債総額と純資本の費用を差引いたものである。純資産の費用は、市場危険額と取引相手方危険額を加えたものである。アメリカでは、先物会社の調整純資本が、\$ 250, 000または顧客預託資産残高の4%より常に上回るよう規制している。

資料：玉基律，『先物産業에 대한規制과監督에 대하여』韓国先物協会，『先物市場』1999. 11. p. 24.

&lt; 表 1 &gt; 営業用純資本比率別・段階別措置

比率区分	措置内容	主要措置事項
営業用純資本比率が 150%未満～120%以上 の場合	経営改善勧告	ー 人力および組織運用の改善 ー 経費節減 ー 店舗管理の効率化 ー 不確実な資産の処分 ー 営業用純資本減少行為の制限 ー 新規業務進出の制限 ー 資本金の増額、または減額
営業用純資本比率が 120%未満～100%以上 の場合	経営改善要求	ー 高危険資産保有制限、および資産処分 ー 店舗の閉鎖統合、または新設制限 ー 組織縮小 ー 子会社の整理 ー 役員の更迭要求 ー 営業の一部停止 ー 合併・第三者引受、または営業の全部、または一部の譲渡計画樹立 ー 経営改善勧告のときの措置状況
営業用純資本比率ま たは資本負債比率が 100%未満の場合	経営改善命令	ー 6ヶ月以内の営業停止 ー 財務部長官に対する許可取消要請 ー 経営改善要求のときの措置状況

資料：玉基律，前掲書，p. 25.

## (4) 世界市場規制の趨勢

① 市場失敗事件（大型派生商品事故），改革に  
連結

Barings 事件，住友商事事件を含む最近の事件にあらわれたように，市場あるいは会社失敗の事件は，不可避免的に規制的行動措置に連結される。

重要取引所あるいは規制機関は，市場あるいは会社失敗が市場における信頼の失墜であると看做している。そして，そのような事件より金融機関の信頼（評判）を回復するために，規制的な，あるいは自律規制的対応を行っている<sup>10)</sup>。

## ② 両者間，そして多者間国際規制協定

## a. 調整努力

規制者は，つぎのような広い範囲の目的のために，両者間，あるいは多者間基準により国際

的に協力している。

- a) 調査，および法的措置の強化目的
- b) 規制責任の効率的割当増進
- c) 金融インフラの開発により，技術的援助の促進

このような措置は，規制と市場当局との間に市場と顧客保護水準を高め，システム・リスクを最少化するため前例のない協力水準を導きだしている<sup>11)</sup>。

Baringsが失敗した後，採択されたウィンザー宣言（Winsor Declaration）においても，規

10) Jane c. Kang. "The Regulation of Global Futures Markets: Is Harmonization Possible or Even Desirable?" *Northwestern Journal of International Law & Business*, Fall 1996, Volume 17, Number 1.

11) 派生商品取引の金融事故をみれば，原油関連先物取引から U\$14 億の損失をだしたドイツの Metallgesellschaft 社，金利スワップ取引から U\$17 億の損失により破産したアメリカのカリフォルニア州 Orange County，債券先物取引からの U\$12 億1000万の損失によって，ほかの証券会社に吸収された Kidder Peabody 社，株価指数先物取引からの U\$10 億の損失によって破産しオランダ ING 銀行に引受けられた Barings 銀行等が代表的である。これは派生商品取引により大規模な損失をこうむった場合であり，このほかにも日本の住友商事は銅の取引から20億\$以上の損失を記録している。

資料：姜柄皓ほか，前掲書，p. 2.

制当局はこの失敗によりあらわれた、つぎの四つの分野に対する規制の関心が表現されるよう作業をすすめるプログラムの実施について合意した。

- a) 市場と当局との強力
- b) 顧客のポジション・資金・資産の保護
- c) 不渡 (default) のときの手続
- d) 緊急時の規制協力

#### b. 協力機構

IOSCO (International Organization of Securities Commission) と Basle (Basle Committee on Banking Supervision) は、代表的な国際協力機構である。

IOSCO と Basle の両機構は、時期適切であり、効果的であり、かつ効率的な方法によって、世界的に監督の質を改善し金融市場発展に対応する共同目標を推進するのに対し、大きく協力してきた。

IOSCO の基本目的は、世界基準において金融市場規制の高い水準の基準と、システム・リスク最少化を開発し、国際間の取引 (cross boarder transactions) を容易にすることにある。

Basle は、1975年に10ヶ国の中央銀行総裁により設立され、ベルギー・カナダ・フランス・ドイツ・イタリー・日本・ルクセンブルク・ネーデルランド・スウェーデン・スイス・アメリカ・英国の代表により構成されている<sup>12)</sup>。

#### ③ 監督責任割当のための規制機関間の協定締結と市場改革

#### ④ 各国規制——国際的に認められた国際基準に収斂

派生商品の犯罪化 (legislation) 趨勢をみれば、国際的規制基準としての開発を模索せしめ、

銀行より保険会社にいたるまで、また電算業にわたり、同様な類型により規制するようになっている<sup>13)</sup>。

#### 2) 自律規制実施の背景

先物オプション等派生金融商品は、危険回避および管理、新たな信用創出、取引費用の節減を通ずる流動性向上等の多様な目的のために開発され、その経済的役割を遂行することにより、経済全体の効率性を大きく増進せしめている。しかし、派生金融商品がこのような目的に対し忠実に活用されている過程において、経済に否定的影響を与えるおそれがあるという主張も提起されている。なお、最近、場外派生商品取引が急速に増大されているが、利用者の理解不足、内部統制の不備、不適切な公示、危険すぎるポジションの維持、価格予測の失敗等により、金融事故が頻繁に発生し、これらに対する規制を強化しようとする論議が提起されている。

派生金融商品規制は、主として場外取引に焦点をあわせている。これは、取引所内で取引される場内取引の場合には、株式・現物等と同様に先物取引所が責任を負って処理するシステムである反面、場外取引の場合は双方間の契約により取引が成立するので、相手方の信用度等各種与件の影響を強くうけるからである。派生金融商品に対する一般的な研究調査結果によれば、これらの取引に対し公式化され法律による規制を行うのには限界があり、主として参加者の内部統制システムの構築誘導等の自律規制による接近が望ましいとみなされている。先物取引に対する規制は、国家機関による規制と自律規制の二つに分かれる。アメリカの国家機関による規制は、CFTC 法により CFTC (The Commodity Futures Trading Commission) が担当している。

自律規制は、先物取引所の自律規制と全国先

12) IOSCO の TC (技術委員会) は、70余国の証券、派生商品規制者により構成される。その機構は、国際証券取引と国際問題を検討し、これらの問題に対し実際の解決を推進するために、1987年5月に創立された。現在、会員国はオーストラリア、フランス、ドイツ、イタリー、日本、ネーデルランド、オンタリオ、クエベック、スウェーデン、スペイン、スイス、英国、アメリカである。  
資料：Jane c. Kang. 前掲書、p. 247.

13) Alfred Lewis & Anthony Nappo, "Concepts and Trend in Derivative Instruments: With International Applications." *The International Finance Reader*. 3rd Edition. Blackwell Publishers. 1995. p. 94.



物協会 (NFA: National Future Association) の自律規制に分かれる。アメリカの先物取引に対する規制は自律規制が中心になっている<sup>14)</sup>。アメリカにおいて、先物取引による自律規制が主流となった背景には、つぎのような状況があった。

第1. 19世紀なかば、先物取引開始と先物取引所設立以降、自律規制が主として行われてきた。1922年農業先物法、1936年商品取引所法、1974年 CFTC 法の制定以降、国家機関および連邦法による先物取引所規制が、自律規制と併行して行なわれた。

第2. アメリカ先物取引所の自律規制メカニズムがほとんど完璧に行われており、自律規制のみによっても先物取引に対する事故がほとんどおこらなかった。1980年、シカゴのハント兄弟による銀の先物価格操作事件、1989年、イタリア Ferruzzi による Soybean ポジション持ち過ぎ事件を自律的によく收拾して以来、これらに関連する大きい事故はおきていない。1987年～88年の間、アメリカの FBI によるシカゴ CBOT、CME 取引所に対する二年間の内部取引調査においても、いくつかの軽微な違反事例があったのみで、大きい事故は発見されていない。

1987年初めより1989年初めまでの間、FBI 要員が CME のスイス・フランスと日本円取引所 (pits) および CBOT の Soybean 取引所 (pits) で、不正・不法取引を摘発するために計画された Sting 戦略 (要員が直接取引所で取引に参加しながら不正・不法関係を調査) を施行し、47名の取引者と1名の事務員を不正行為者として起訴した。

1990年5月、3人のスイス・フラン取引者が

108件の計算濫用嫌疑で裁判に付された。1990年7月、裁判の結果8件が有罪判決、22件が免訴、78件が意見不一致で嫌疑なしと処理された。3人のうち Zatz はどの嫌疑にも無罪となり、Scheck は1件の計算で顧客に50件の損害を与えたことで有罪が確認され、Mosky は7件の計算で、合計150件の損失を顧客に与えたことで有罪が確認された。

第3. 先物取引に対する国家機関による規制の強化は、その活性化を萎縮させ、その実績を減少せしめ、結局国際競争力を弱める副作用をおこす面がある。アメリカの Shad Johnson 協定 (Accord) は過去18年間にわたり、先物取引所の単一株式先物取引、または狭い範囲の株価指数取引を禁止してきた。しかし、OTC 市場は、株式スワップ形態で単一株式先物取引を取扱い、大きく繁栄し、先物取引所とは対照的となった。また、Barings 事件の後、アメリカの先物取引に関する規制の強化は、アメリカのこの実績を相当に減少せしめることとなった。そこで、アメリカはその自動化された監査証跡の開発要求、場内取引会員 (Floor trader) 登録拡大、連邦準備制度、理事会の証拠金・監督権付与等により、その規制が拡大された。なお、County (郡)、State (州)、Federal (連邦) レベルの弁護士側から派生商品を縮小、または規制しようとの要求があり、1996年ワシントンでは、先物取引臨時取引税の賦課計画が表われたりした。証券取引実行税が一部上院議員により推進された<sup>15)</sup>。

また、CFTC 法により CFTC、SEC (Securities and Exchange Commission) 連邦準備制

14) 英国のすべての規制分野において、内部規制と自律規制に重点をおく長期的趨勢が形式されている。自律規制は1986年の金融サービス法 (Financial Service Act) の下に英国証券規制の明示的基準となった。

John Board, Charles Goodhart, Michael Power, Dirk Schoenmaker, *Derivatives Regulation*, London School of Economics, London, England, UK, p. 240.

15) Joseph E. Stiglitz (1989). Lawrence H. Summers. Victoria p. Summers (1989) は、非合理的取引者の機械的活動のため、金融市場が過重な活動をしていると主張しながら「ギアに砂をばらまく (throw sand into the gears)」ように、金融市場において取引税賦課を推進している。しかし、世界的趨勢はこのような課税を賦課しない方向にむいている。

Peter A. Abken, "Globalization of Stock, Futures, and Options Markets," *the International Finance Reader*, 3rd Edition. Blackwell publishers. 1995. p. 58

度理事会が、派生商品規制問題を一年間研究することになっている。

それだけでなく、アメリカの議会は1981年、先物取引における収益と損失に関する法律を通過させた。当時、この法律は先物取引 (Futures) にのみ適用され、先物為替取引 (Forward Contracts) には適用されなかった。しかし、1982年には先物為替取引にも適用された。1986年の修正法 (the Tax Reform Act of 1986) は、すべての先物利益は単一率により課税するよう (従前の長期損益は低率課税) 修正された。1988年、アメリカの最高裁はヘッジング活動による損失について税法上課税をなすよう判示した。先物取引が税法上有利な取扱をうけられないならば、ヘッジングは多くの会社に対し経済上不利となることもありうる。これは、すべての先物産業に対し損害を与えることもありうる。

このような規制措置の拡大および規制雰囲気

の拡散により、アメリカの先物市場は大きく打撃をうけた<sup>16)</sup>。毎年大きく増加していた先物取引量が1995年、1996年には相当数の取引所における実績が減少した。これに反し、通貨は証券市場に流れることとなり、アメリカ経済の好調とあいまって、ニューヨークの証券市場は1995～1998の4年間において、1792年創立以来、実に未曾有の増加記録を示している。

実物取引の国際競争においても不利となり最近

16) 規制により、生産コストが高くなるので実際的に産業の競争力を弱めている。

Hons R. Stoll. "Commentary International Competitiveness of U.S. Futures Exchange". *Journal of Financial Services Research*, 4. 1990. p. 399.

17) CBOT の David p. Brennan 議長は、2000年 5

反証券取引実行税のキャンペーン展開、共同戦略イニシャティヴ委員会の結成等を推進している。一部会社は、先物産業を救助するよう裁判所に異議を提起している。

したがって、現行のアメリカの規制構造は、先物取引所が外国の場外市場の競争者に比べてたいへん不利な状況におかれている。そして、アメリカのその競争力が弱くなり、1999年世界最大の取引所がアメリカの CBOT からヨーロッパの EUREX に引取られる状況までに至った<sup>18)</sup>。そこでアメリカの議会では、その国際競争力を強化するために改革法案を、上・下院に発議している。

2000年 5 月、イリノイ州出身共和党下院議員 Thomas Ewing により提出された商品取引所法 (CEA) 修正案と、2000年 6 月、インディアナ州出身共和党 Richard Lugar 上院議員を筆頭にテキサス出身 phil Gramen 上院議員、イリノイ州出身 Peter Fitzgerald 上院議員が共同発議して提出した、商品取引所法修正案が、そのような法案である。

この法案は、金融サービス規制の改革を完全

月 8 日、アメリカ上院金融小委員会証言において「我々が金融手段の一つである取引所メカニズムを合理化するのに失敗すれば、これらの市場・関連利益・雇用機会等を、世界投資家の信頼を維持する外国取引所において失うようになる」と披露した。これに先立って2000年 2 月10日、CBOT の David p. Brennan 議長と Thomas R. Donovan 市長は、上院農業委員会証言において「アメリカのすべての派生商品市場が充分であり、そして競争において利益を得よう連邦規制が迅速に構造改革されねばならない」と主張した。

18) 1999年度先物取引実績は、EUREX (Frankfurt) が378,760,300契約を示し、今まで世界1位であった CBOT の254,561,215契約を凌駕した。これは大きな衝撃となった。これらの衝撃により1982年以来 CBOT の社長 CEO であった Thomas R. Donovan が2000年 4 月14日辞任した。EUREX に実績を相当にうばわれ1999年その実績が大きく減少した LIFFE も Bogers Barton 等 6 名の役員が退陣した。LIFFE は追加的に職員を1200名から625名に減少させ革新的コスト節減計画を推進している。そして、その体制を、2000年に至り株式会社に転換した。取引システムも Open Outcry から、2000年11月27日より、完全な電算システムの LIFFE CONNECTtm にかえた。資料：CBOT, LIFFE, 2000. 8.

にし、先物取引所のより公正な規制環境を確立するのにイニシアティブを行使するようになる。また、その規制の近代化の目標を達成し、単一株式先物に対する禁止をおわせるための根拠設定等、包括的接近を試みている。

CBOT, CME のようなアメリカの先物取引所は、このような法案提出を歓迎している。2000年5月25日の声明において、この法案が今年中に立法化されるよう、Ewing 議員をはじめとする多くの議員と密接に協力するであろうことを明らかにしている。

先物取引に租税を賦課する国は、あまりない。ただ、フィンランド、香港、フランス、日本だけである。日本は、先物取引とオプションに対し1万分の1の取引所税を賦課している。フィンランドの租税は一つの取引当たり0.02弗であるのに対し、日本では15弗をこえる。

先物市場競争の一つの要素は、取引所が注文実行のとき賦課する手数料である。アイロニカルにもアメリカのもっとも大きい取引所は、もっとも低い手数料を課している。ヨーロッパでは、やや高く、もっとも高いのはアジアにおいて発見できる。たとえば、CBOT の会員は一般的に一つの契約を1弗以下で行うことができる。対照的に Tokyo Commodity Exchange は20弗のような高い手数料に直面している。日本の課税と、日本市場におけるほかの制限は、日本先物市場活動における萎縮傾向につながっている。

しかし、日本もいわゆる日本版ビッグ・バンにより、いままでの政府規制によるその体制を脱し、国際競争力を確立するため1999年4月1日より、先物・オプション取引に対し証券取引税・先物取引税を廃止し手数料引下げ、価格変動限度(Tick Size)縮小等の措置を講じながら、自律規制による制度化に向かっている。また、いままでの日本商品取引員協会が、日本商品先物取引協会(日商協)と日本商品先物振興協会(先物協会)に分離発足し、先物協会が一切の自律的な規制をより強固に行い、社会的信頼を確立するようにしている<sup>19)</sup>。

19) 韓載錫, 「日本商品先物業의 制度改革과 展望」,

### 3. 先物取引所の自律規制

アメリカの先物取引所は、先物取引が公正に行われるよう、その構成員である場内仲介人(Floor Broker)、場内自己取引会員(Floor Trader)のメンバー会社に対し自律的に規制を行っている<sup>20)</sup>。自律規制は、アメリカにおいて1800年代なかばまでさかのぼる、先物産業の誇らしい遺産である。大部分の州と連邦法規は取引所による自律規制を強化するようにしている。自律規制は政府規制の必要性を少なくする。百年以上にわたり多様な先物取引所は、その会員と先物取引を成功的に規律化してきた。20世紀にいたり、もっとも大きい先物操作事件であった1979~1980年の Hunt 一家の銀買占めによるその価格操作(平素オンス当たり5弗の価格が一日にして50弗をこえた)事件のとき、CBOT はCFTC とともに、流動性取引制度(新規ポジションを認めない)等により効率的に対応し、次の日その価格を12弗におとし銀に対する証拠金を追加して引上げ、Hunt 一家の現物銀を担保にした証券発行を阻止し、結局その一家の銀支配は終結を告げた。

Hunt 一家、およびその共謀者はその後の裁判において51百万弗の訴訟和解金をだし、結局1980年代に世界中でもっとも大きな富豪であった Hunt 一家は、1990年にいたり破産した。

先物取引所の自律規制は、ブローカーの公正取引誘導、取引所の維持、決済機構の維持に分けてかんがえることができる。

#### 1) ブローカーの公正取引誘導

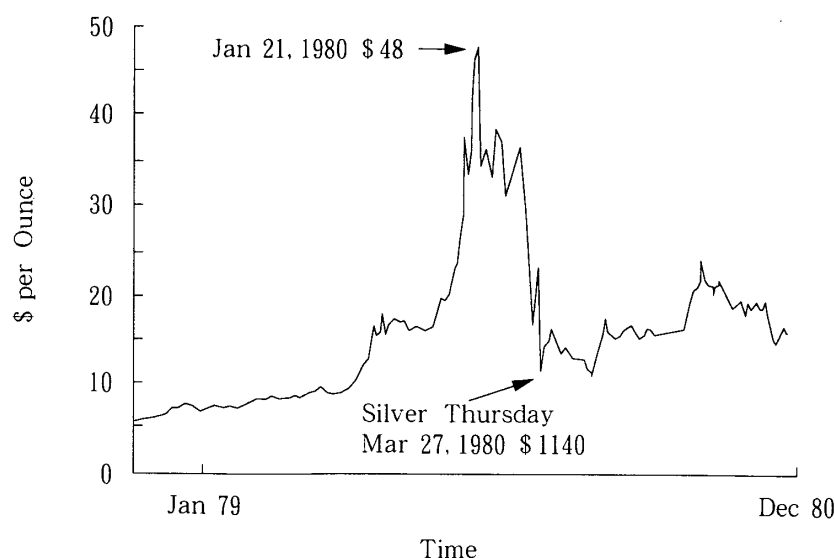
ブローカーは本質的にその顧客に対し取引と決済機構を代表する。顧客はブローカーを通じて直接取引に接近するために、ブローカーは特

韓国先物協会, 『月間先物市場』, 2000. 6, p. 35.

20) アメリカの先物市場においてはつぎのような四つの規制(Regulation)がある。

1. ブローカー
2. 取引所決済機関
3. 産業自律規制機構, NFA
4. 連邦政府機関, CFTC

資料: Kolb. 前掲書, p. 25.



資料：Robert. W. Koib. *Understanding Futures Markets*. 4th edition. 1996. p. 61.

定顧客を知るのにもっともよい位置にある。したがって、ブローカーは顧客のポジションと意図を知りその顧客が、市場が過熱したり、システムが危険にさらされたりするような行為をしないようにし、産業規制・法則の制限にふれることのないように、仕向ける責任がある。また、ブローカーは顧客のある活動の濫用を探知して、その活動を報告する義務をおう<sup>21)</sup>。

## 2) 取引所の決済機構の規制

先物取引所と決済機構は、特殊な規制義務をおっている。これらの義務の多くは、取引所・決済機構のメンバーの行動を規制することである。したがって取引所は、その会員に対する規則、その取引所に対する取引規則を制定し、規制を強化している。一般的にその取引所の規則は、市場の注文が適性であり、公正な価格で取引されることについて信頼されるよう、競争的、かつ効率的であり、円滑に機能する市場が成立するように努めている。したがって、すべての取引所は、不正であり不名誉な行動、契約義務に対する支払不能等がおこらないようにしている。

もっと具体的にいえば、取引所規則は架空の取引、つまり実際の所有権の変動なしに、外観のみ行う取引を禁止している。また、価格に影響をおよぼす噂を流すとか、顧客の注文を露出させ、自己名義で取引するとか、顧客の注文と反対の立場をとるとか、取引所に虚偽の陳述をするとか、取引所の合法的な注文にしたがわない等のことを禁じている。そして、事前に連結される取引をも禁ずる<sup>22)</sup>。

事前に連結された取引は、二人の先物市場参加者が予め相談して定めた価格で、取引を行うよう合議するときおこる。規則は、すべての注文が公開された呼び値を通じて、全市場において価格が決定されることを要求している。事前連結取引が非競争的であり、濫用されてはならないので禁止している。この禁止は、各注文が公正な市場価格で行われることを保証するのに目的がある。

この規則は、またブローカーが顧客の注文に応ずる以前に、顧客の注文した価格で、彼自身の勘定で処理することを禁ずる。顧客の注文を実行する以前に、彼自身のために取引を行うブローカーは、Front running とよばれ禁止されている取引を行ったことになる。それは、プロ

21) たとえば、CME には200名以上、NYME には100名以上のブローカー・グループがある。フローワー・ブローカーは FCM の雇用人となることができる。

22) 商品取引所法では、商品先物取引の場合は、非競争的であるか、事前に連結される取引は例外を認めている。

ーカーに不当な利益をもたらす。

この慣行が何故禁止されるのかを考えてみよう。市場価格がある新たな情報により、にわかに高くなる可能性があり、そしてまたブローカーが顧客の買入注文をもっていると仮定しよう。このようなときブローカーが彼自身の注文を先に実行するとすれば、価格が上昇するので、そのブローカー自身の注文は、より有利な価格で行われる。このため、事前取引はブローカーに不当な利益を与えることとなる。

また、たとえばブローカーがたいへん大きい売渡注文を受けると仮定しよう。ブローカーはこの注文をだせば先物価格が一時的に下落することを知っている。その事前取引ブローカーはまず自身の売渡注文を先にだす。そのブローカーの注文は高い価格で取引が行われ、そしてそのブローカーは顧客の注文を実行する。そのとき価格はブローカーが予想したように下落する。そのときブローカーは買入を行い、彼自身のポジションは終結する。

これは、ブローカーに事前取引による利益を与えるものである。事前取引によりブローカーは注文の流れや市場変動に関する特別知識を利用して、非倫理的なそして禁止している利益を得ることとなる。

1993年末、GFTC は二重取引 (dual trading) を禁止した。しかし、多くの例外を許容した。たとえば、1日の取引量が8000以下であり、取引所にたいへん発展した監査システムが完備されており、二重取引の禁止が公共利益にも逆に影響をおよぼし得る商品には、二重取引が継続的に許容された。

二重取引において、一個人は取引所場外取引者の注文を実行しながら、その資産の勘定口座のために取引を行う。二重取引は濫用の潜在性を提供する。これはまた、事前取引 (front running) か、ほかの疑わしい取引実行を容易になしうる。

1989年 CFTC は、二重取引について重要な研究を行った。この研究によれば、取引されるすべての契約のなかば以上が CFTC の研究期間中に二重取引者により取扱われた。なお、取引

所参加者の40%以上が二重取引者だった。また、二重取引者がすべての個人取引の46%を実行しており、すべての顧客取引量の82%を実行していた。

二重取引は肯定的な面もある。まず、二重取引は市場の流動性を増進するのに寄与する。もし、一人の取引者が、ただ彼自身の勘定か、ほかの注文者の注文のみを実行するとすれば、与えられた時間に少量の取引を行うにとどまるであろう。つぎに、流動性の欠乏は買入・売渡価格の差引スプレッドをより大きくし、ほかの場合よりも市場の効率性が低くなる。二重取引の擁護者は二重取引の慣行が取引コストを下げると主張する。

内部者取引 (insider trading) も、規制者の関心をひく。これは、一般的に公衆が利用しえない情報による取引である。たとえば、玉蜀黍の収穫規模の予測分野で勤務しているアメリカ政府公務員は、先物取引に価値のある情報に接することになる。取引を誘導するために、そのような情報を利用するのは、内部者取引となるであろう。最近、市場における内部者取引スキャンダルが公共機関の注意をひいた。株式先物市場における内部取引者は、証券会社で発見されたのと同じように制限されるものではない。それにもかかわらず大部分の取引所は内部取引者に対しある種の制限を加えている。ある市場参加者は、内部取引の禁止は現実的に不利な面があると主張する。このような状況の下で、内部取引者は流動性と市場効率性に対し寄与する所もあるとかがえるわけである。

先物取引所は、CFTC がこれらのタイプの各々に対し役割を果たしているが、また取引所が自律的に毎日の価格とポジションの限度を設定して証拠金を要求する。たとえば、取引所の規則は、会員権として要求を設定し、どのようにして顧客の不平が解決されているかを具体化している。これらの範疇の規則は、CFTC により審査をうける。しかし、CFTC は一般的に取引所と決済機関がその中で彼等自身の具体的な規則を作成しうよう広いガイドラインを提供している。

日本は、大阪証券取引所ニッケイ225株価指数先物の取引金額が、東京証券取引所の現物取引実績を大きく上回るや、先物取引の増加が現物取引の萎縮の原因になると看做し、証拠金率の引上等の措置を講じ、日本の株価指数先物取引実績は大きく減少した<sup>23)</sup>。

### 3) 先物取引所の自律規制例

ここでは、先物取引自律規制システムが、ほとんど完全によく行われているニューヨーク商業取引所の自由規制の例を中心にして、考察したい。ニューヨーク商業取引所の自律規制システムは、①会員選抜にあたり信用良好な会員の確保、②公正な取引の確保、③決済のとき決済保証および会員の金融の安全性確保、④取引所監査室の規則実行保証のための監督、⑤違反事実の調査および懲戒、⑥取引所の情報活用の誘導に分けられる。

#### (1) 会員選抜にあたり信用良好な会員の確保

ニューヨーク商業取引所 (New York Mercantile Exchange: NYMEX/COMEX) は1994, 8, 9 NYMEX (New York Mercantile Exchange) と COMEX (The Commodity Exchange Inc) の合併後、一市場 (One market place) 二取引部 (Two divisions) により運営している。ニューヨーク商業取引所 (NYMEX/COMEX) は1588席の会員により構成され、このうち60余名が決済会員の会社である。会員は、理事会により承認される必要があるが、厳格な事業の完全性と金融資金能力の基準を充たさねばならない。これらの基準は、決済会員の場合はもっと高くなることもある。彼等は、取引所により継続的に調査され、きびしく強化された

資本化要求を充足させなければならない。

日本先物取引所の会員も、主務省が定める純資産額の最低額を保有するようになっている。

#### (2) 公正な取引の確保

ニューヨーク商業取引所は、公正な取引の確保のために価格とポジションの限度を設定し取引のとき、顧客の注文事項につき注文票を作成し、監査証拠を開発し取引開始一分以内に取引カードを個別売場 (pit) に提出することを義務づけしている。

##### ① 価格限度の設定

ニューヨーク商業取引所は NYMEX 部の天然ガス・白金・Palladium を除く、すべての取引のすべての先物取引に毎日価格制限を行っている。この価格制限は大きな価格変動の場合、市場参加者と取引所の両方を保護する。また、CBOT は極端な価格変動の期間中に先物契約の価格限度が毎日60%まで、自動的に確定される限度変動条項をもっている。

一般的に、ある価格制限があれば、金融先物商品は、取引量が少くなる傾向がある。Deborah. G. Black は "Success and Failure of Futures Contracts: Theory and Empirical Evidence" という論文で、商品の価格が多く変動すればする程、そして現物商品の市場規模が大きければ大きい程、成功的な先物商品の機会がより多くなると主張している。これは、価格制限が主として商品先物に制限されるということを意味する。実際に、金融先物から価格制限を発見するのは、稀である。

##### ② ポジション限度設定、および大型ポジション顧客報告

ポジション限度は、決済会員自身がその取引所から決済される契約数に相応する金融能力を保有するよう取引所が保証する、重要な方法である。限度は、取引所の未決済のすべての契約に適用される。決済限度のポジション限度に加えて、NYMEX 部は現行決済員の契約に対し、顧客のポジション限度を賦課している。その限度は、先物契約とオプション契約の個別限度、先物・オプションの総限度がある。これらのポジション限度は、その会社のポジションの維持

23) 1987年 Crash 以降、ニューヨーク証券取引所、SEC、ニューヨーク証券産業の業務は、シカゴ先物取引所の徹底した規制を要求した。

ニューヨークの攻撃者は、株価指数先物取引が株式市場の Crash をおこし、市場の変動性を高める原因になったと主張した。

Merton H. Miller. "Do we really need more regulation of financial derivatives?" *Pacific-Basin Finance Journal*. 3 (1995). p. 152.

状況、彼等の金融状態、未決済契約に対する市場参加者のポジション状況等、各決済会社の資本化に基礎をおき、監査室(Compliance department)の金融監督グループにより収集される情報を通じて、綿密に調査される。しかし、スワップ取引か、真正なヘッジング取引に対しては取引所の許可によりポジション限度を拡張しうる顧客(例:金・銀・銅先物の場合250契約以上)は、毎日各々のFCM(Futures Commission Merchant)によりCFTと取引所に報告される。

### ③ 厳格な監査証跡(Audit trail)維持

完全な取引の要求と取引所市場の変動性は、正確な監査証跡を緊要とする。先物取引実行法のきびしい監査証跡条項にしたがうために、NYMEX部の取引者は取引所の二重記録システムへの服従をより強固にし、変更することのできない監査証跡を設けるために、1995年10月20日以来統合された取引padを使用している。そのpadは三重のNCRフォームとよばれるCarbon less formとこれらを下から支えるHand-ply paperとよばれる四重のうすいcardboardにより構成され、取引者がその取引をNCRフォームの一番上の面に記録したときその記録はNCRフォームのほかの面とHand-plyの一番上の面にも同じように記録される。取引所でその取引記録が提出されると、その記録は変更されることができないよう、時間スタンプがおされてコンピューター・システムのなかに入力される。これが設置される以前には取引実行5~10分以内にデータが取引所の中央コンピューターに入力された。取引実行過程で取引場のブローカーが、各段階を書類化するように要求することにより、各段階のくわしい記録が丁重に連続的に記録される。ブローカーは信頼するに足る監査証跡が、彼らと彼らの顧客を保護するのだと認識している。

たとえば、CBOTでは調査監査局が、コンピューター化された取引再構成(CTR)システムと同様な監督プログラムを実施している。1986年CBOTにより開発されたCTRは、ある取引につき取引者・契約・取引量・価格・実行時

間を、最短時間内に正確に知ることができる。

そのシステム内のプログラムであるCTR PLUS<sup>®</sup>は取引行為が規則違反をおかしているか、をみるために会員と会員会社の取引活動を、そのまま再構成することができる。

CBOT, CME, MATIFで採択しているGlobexはほかの自動化システムと同様に電子式監査証跡システムをつくりだした。これは、open outcryシステムの正確度がより劣る記録手続に対する改善とかがえられる。このような電子式monitoringシステムは取引過程で取引者に対しより深い信頼を与え、規制者の職務遂行を容易ならしめるものと認識されている<sup>24)</sup>。

しかし、アメリカ政府の会計局は1980年9月「自動化は取引濫用の探知性は高められるが新しいリスクをうみだす」と説明している。その新しいリスクとは、欠点が多いProcessing, コンピューター故障, コンピューター保安の欠乏のような典型的コンピューターよりおこる問題である。

### ④ 注文票(Order Ticket)作成

典型的な取引により監査証跡は、顧客が公認されたブローカー会社に注文するため営業幹部と接触するときに始まる。そのとき顧客は買入・売渡商品取引量、注文形式を含む取引指示書をブローカー会社におくる。顧客の要請をうけた営業幹部はその取引指示書を、その会社の注文票の上に記録する。彼は、注文票に時間スタンプをおしそれを取引帳の上にあるブローカーのBoothに渡す。Booth担当職員は取引内容を補充する略符号よりなる注文番号を与えた後、スタンプをおし、注文がかきこまれている指定の取引帳(pit)を取引帳ブローカーにおくる。その取引帳ブローカーは、公開呼器(Open outcry)を通じてその取引を実施する。注文を実施するときその注文票には、もう一度時間スタンプをおさねばならない。

### ⑤ 一分服従要求

ニューヨーク商業取引所で取引が実行された

24) Peter A. Abken, 前掲書, p. 51.

ときは、その情報が一分以内に取引所に提出され時間スタンプがおされねばならない<sup>25)</sup>。

監査証跡の信頼性は、一分規則にしたがう、ということに大きく依存するため、会員が時間を守らずこれに服従しないことに対しては制裁がある。この規制強化政策は全般的な監督努力を補充する。1970年代初以来、ニューヨーク商業取引所は個別売上帳 (pit) カードの一分以内提出を要求してきた。また、CBOT 取引所の場合、買入人と売渡人は取引実行後15分以内に取引を点検するよう義務づけられている<sup>26)</sup>。

### (3) 決済のとき決済の保証、および会員の金融の完全性管理

ニューヨーク商業取引所は、決済のときの決済保証のために決済所を運営し、買入・売渡注文のとき顧客に証拠金預託を要求する。そして、会員の金融 (財政) の完全性管理のために会員に対する資本化要求機構を設定し、Safety Net 制度を運用し、ほかの取引所と共同して先物手数料商 (FCM) の金融資金能力を調査しており、夜間の効率的電子決済システムのために、NYMEX ACCESS<sup>sm</sup> 電子決済システムにより調査システム (TLMS) を運営している。

#### ① 決済所運営

ニューヨーク商業取引所は、決済のときの決済保証のために決済所を運営している。決済所は取引が連繫 (Matching) により整然とした方法で行われることを保証し、取引状況を記録し全会員のポジションにより証拠金を収集管理し、未決済ショート、あるいはロングのポジションにより引渡を連結させ、引渡通知を発し、取引をおこし、統計を発表する。決済所は、取引所の決済会員をへて、ある与えられた日に先物施設で損失をおかした取引者の証拠金より、利益をうるようにした取引者の証拠金に資金を移転

せしめ、勘定移転代理店のように行動する。

このような決済所の努力により、潜在的な危険があるにもかかわらず、1987年 Crash の間、決済所システムから、どのような支払不能 (default) もおきなかった<sup>27)</sup>。

#### ② 証拠金要求

取引所は、参加者の損失を処理する十分な資金をもつよう保証しなければならない。市場参加者と市場の完全性を保護するために取引所は、変化する市場条件によるリスクに適切に対応できる十分な高い水準の特定証拠金を設定する。取引所は、決済会員のために特定証拠金要求制度を設定し、決済会員の顧客のためには、分離された最少証拠金要求制度を設定する。すなわち、会員勘定のためには、少なくとも110%以上、顧客のためには135%を計上する。取引所は、すべての先物とプット・オプション・ポジションに対し決済会員に最初の証拠金をコールとプット、顧客別全体基準により預けることを要求する。

したがって、取引所は決済会員が彼等の顧客より、最初の証拠金を受けとるよう要求する。最初の証拠金に加えて、彼らの先物ポジションに対して損失を与えた決済会員に、毎日の変動証拠金を現金をもって、取引所に支払わせる。反対に、先物ポジションに対する利益は、適正な決済会員に送金される。証拠金は元来市場変動性を基準にして、条件保証の変化に応じ、残されている未決済ポジションは実物引渡が容易であるため、顧客が金融的に引渡に対応できるよう、高い証拠金が要求されている。顧客は、これらの基金を先物手数料委託商人 (FCM) とともに預託しなければならない。

Barings の場合に、シンガポールか、大阪取引所に預けられた証拠金は、ほかの会員に損失を与えることなく Barings の未決済契約を終結せしめる処理を行うのに十分であった。このように先物取引からの証拠金要求は、失敗に対するたいへん有効な保護装置である。

多くの先物契約者にとって最初の証拠金は、

25) ニューヨーク証券取引所は自動送達システムである Super Dot (Super Designated Order Turn-around System) から2,099株以下の市場注文は、迅速な実行のために1分以内に specialist に渡されるようになっている。

資料: Peter A. Abken, 前掲書, p. 46.

26) CBOT. *Commodity Trading Manual*. 1994. p. 76.

27) Peter A. Abken, 前掲書, p. 58.



商品原価の5%以下である。維持証拠金は一般的に最初の証拠金の75%程度である。証拠金は、現金・銀行保証書・アメリカ政府短期財務省証券で納付できるが Variation 証拠金は常に現金で支払わねばならない。

L. Kalavathi と L. Shanker は “Margin Requirements and the Demand for Futures Contracts” の論文において、増加する証拠金は先物ポジションの需要を減少せしめると主張している。同じように Stanley R. Pliska と Catherine T. Shalen は “The Effects of Regulation on Trading Activity and Return Volatility in Futures Markets” の論文において極端的に高い証拠金は未決済残高と、取引量により推定されるように、流動性を減少せしめることがあると主張する。

### ③ 会員の資本化要求

決済会員の身分にみあう資格を与えられるためには、一般的に認められる会計原理により、最少限の運営資本200万弗を維持しなければならない。取引所の資本と等級 (Rating) 要求を充足させるよう、ニューヨーク市内の銀行に口座を開設しなければならない。決済会員は決済所に会社の資本金と取引の規模を保証する保証金を、やはり預けなければならない。NYMEX 部の最少預け金は現金10万弗、あるいは額面価格12万弗のアメリカ財務省証券であり、最大預け金は200万弗である。COMEX 部の決済会員は会社資金の10%、最大200万弗まで預けなければならない。

Corrigan は、増加した資本化は可能な災難を減少せしめると主張している<sup>28)</sup>。

### ④ セイフティー・ネット (Safety Net)

決済会員が決済義務を果たすのに失敗した場合、すなわち、決済会員が証拠金要求に応えられなくなった場合、決済所が損失を回復することとなる。この場合、基金はつぎの源泉より適正に供給される。

- a. 決済所のコントロールの下にある決済会員の資産

- b. 理事会により決定された取引所の剰余金
- c. 保証基金
- d. 取引参加に伴い、ほかの決済会員に割当てられた評価による基金

### ⑤ 取引所の共同監督

すべての商品先物取引所を、より安全に保護するために、その取引所メンバーである先物手数料商人 (FCM) の金融資金能力を調査する、いくつかの取引所間情報交換協定が結ばれている。アメリカの取引所は、全国先物協会 (NFA) と共同監査協定を結んでいる。各取引所は、会員会社の監査、証拠金調査、金融状況の分析を通じ、特殊な先物手数料商人の金融と運営状態を調査している。この監査情報の写しを、その先物手数料商人が会員であるすべての取引所が利用することができる。

また、アメリカの取引所とその決済機構は共同決済会員の証拠金の総合的資金と、特殊な決済情報を分けあっている。市場間の金融監督グループ (An Intermarket Financial Surveillance Group) もやはり会員の金融完全性評価を支援している。市場間金融監督グループには、商品・証券・オプション取引所・GFTC・SEC・NFAそして全国証券取引者協会 (the National Association of Securities Dealers: NASD) が含まれる。このグループは半年毎に会合し会員に対する金融情報を論議する。

また、ニューヨーク商業取引所は共同会員に関する金融情報を分かたため、英国証券投資院 (SIB) と国際的な諒解覚書を取りかわしている。

### ⑥ 夜間電子決済システム:

#### NYMEX ACCESS<sup>sm</sup>

ニューヨーク商業取引所は、昼間公開呼び値市場の金融の完全性を、締切時間後夜間取引市場にまで拡張させるため、夜間電子決済システム NYMEX ACCESS<sup>sm</sup>を開発した。取引限度調査システム (The Trade Limit Monitoring System: TLMS) は、NYMEX ACCESS<sup>sm</sup>システムが、ソフトウェアに統合されたポジション調査機構である。NYMEX ACCESS<sup>sm</sup>を通じて取引が実行されるときその機構は、決済会員

28) Alfred Lewis & Anthony Nappo. 前掲書, p. 93.

に顧客ポジションをオンラインによりリアルタイムで提供し、一定限度につき各口座を調査し調整するよう許容することにより、決済会員に対し最善の情報を提供している。設定されている限度を超過する注文は、自動的にそのシステムにより排除される。

取引所の営業時間中 TLMS は、各口座のすべての活動に対し、日々清算の損益のみならず、現物商品による各口座別損益を計算する。損益は二分単位毎に、あるいは取引が実行される毎に計算される。もし、損失限度をこえておれば、残っている注文は取消す。NYMEX ACCESS<sup>sm</sup> Control Center (NACC) では、1日24時間中取引所職員が配置されている。NACC 職員は、市場と金融監督のために取引活動を調査することができる。

#### (4) 取引所監査室の規則施行強化のための監督

ニューヨーク商業取引所は、公正かつ規則的な先物市場を提供するために、証拠要求、価格とポジション限度設定、そしてほかの規則、および規制とともにその取引所監査室 (Compliance department) をして、規則等の施行が強化されるよう監督を行わしめている。この活動は、市場監督・金融監督・取引監督の三部門により構成される。取引監督は取引場の取引活動に焦点をあわせ、市場監督は大きな取引データを調べ多くの契約事情における実際活動の調査を通じて行う。金融活動は取引所市場参加者の財政の適性を調査し、特定会員会社に対し長期的監査を行うことに重点をおいている。

##### ① 市場監督 (Market Surveillance)

毎日の市場監督を通じて取引所は、投機参加と商業的参加を分析し取引所の取引活動と現金市場 (Cash Market) における基本要素との関係を審査することにより市場参加を調査する。市場監督は CFTC の規制の下に行われる。毎月、監査室の職員は参加者のプロフィールを収集し報告対象会員とその顧客が保有するポジションを確認する。追加的に取引所価格が現金市場の価格の動きを反映し先物市場が契約満期のとき現金市場に収斂し価格の歪みがなく、市場

操作がないよう保証するために、毎日監督が行われる。監督の会合は各商品に影響をおよぼす基本的な経済要素に関する研究報告を精密に観察するため、州単位に開かれるが、必要により頻繁に行われる。この会議への参加者は監査室と研究部署職員、そして必要により取引所の中堅幹部が含まれる。

##### ② 金融監督 (Finance Surveillance)

取引所金融監督職員は監査能力において、決済会員が持続的にすべての最少資本要求を充足せしめるよう保証する。また、その構成員は決済会員のポジション限度と同じように最初の証拠金と変動証拠金の取立と支給に関する日々の基準を綿密に調査する責任がある。突然おこる価格変動のとき、大きいポジションがある決済会員と接触して、その動きが会社の資本の減少によるものなのか、あるいは顧客勘定の本質的悪化によるものなのかを確認しなければならない。取引所の市場が、決済会員の金融状態において追加的取引の遂行が不相当であると認められたら、その会社がその取引に参加することを禁ずることができる。決済会員が十分な資金化を維持するのに失敗すれば、取引所の実行委員会により参加取引の追加を直ちに保留することができる。

##### ③ 取引の監督 (Trade Surveillance)

監査室の分析は顧客の面前において、取引の現実的な実際の例が、経済の効果のない取引活動の外形のみを具えた空取引か、調整取引か、競争的に注文することなく連繫せしめる交錯取引 (cross trading) か、事前に連結された取引かを検証する<sup>29)</sup>。

もし、そのデータが疑わしくあらわれたら二段階の精密な観察が行われ、公式的な調査が着手される。取引所はブローカーの本来の取引カード、注文チケット、部分注文チケットを回収しその日に質問書を送付する。取引所は、また、重要な相手方ブローカーを確認し注文票を含むその記録を収集し、取引の進行による一代記を作成する監査証跡を体系的に再構成する。取引監督職員は、持続的な取引場の調査とともにリアル・タイムで取引データを複雑なコンピュー

ター・プログラムに連結させ、その取引場の活動を綿密に観察する。

#### (5) 違反事実の調査、および懲戒

もし、取引市場の金融監督部署が、規則違反があると決定すれば調査が開始される。すべての構成員は、監査 (Compliance) 室の書面要求、または、監査職員とのインタビュー要求に応じなければならない。ブローカーがその取引に関する説明をするために、テープに記録されたインタビュー場にあらわれるときは、弁護士とともにあらわれる権利をもつ。その分析者が違反があると結論をだせば、それを書類をもって報告書を作成する。これは、監査室内でいくつもの段階の関係者により再審査された後、対応する機会をもつブローカーに提示される。その報告は、つぎの追加調査と措置のために業務執行委員会に送付される。業務執行委員会は1名の公共委員と10名の取引所メンバーにより構成され、調査報告書の証拠か、取引者の書面对応に対し、そこに規則違反がなされているとおもわれる合理的根拠が、あるか、ないか、を決定する陪審(裁判)の機能を果たすこととなる。

委員会が、規則違反があったと信ずるときは、監査室をして告訴状を提出せしめ軽微な違反のときには、書面警告を行う。このとき被懲戒者は10日以内に抗告ができる。彼は聴聞会の結論

以前にそのケースを解決する申請を行うことができる。そのような解決申請は、取引所理事会により承認されなければならない。25,000弗を超過する解決申請あるいは嫌疑者により論争のあったケースは、解決のために判決委員会、あるいは正式な懲戒委員会に回付される。判決委員会は一取引所メンバーの代表者と、一名の公共メンバーに対する二名の陪審員により構成される。この陪審員は、そのケースの事実が提示され、被告・弁護士・取引所監査委員・弁護人により論争する聴聞会を開くよう認可する。被告が一つの規則を違反したとの発見は証拠により証明されねばならない。聴聞会の結論により陪審員は決定書を発行する。

制裁は、罷免、辞職命令、25万弗以内の罰金、停職、会員除名等である。被告は、抗告通知書の提出により陪審員の判決に不服を申立てることができる。その抗告陪審員会の決定は、取引所内の最終決定となる。取引所は、公開的に各決定が提示された後発表し、CFTC に最終措置を通知する。被告は、CFTC への抗告により、その決定に対しなお抗議することができるが、そういうことは稀である<sup>30)</sup>。

#### (6) 取引所情報活用の誘導

ニューヨーク商業取引所 (NYME) 公共情報部署は、Fast fact 電話システムを通じて一日24

29)

<表2> Abusive Trading Practices

Pre-arranged trading	Agreeing to some aspect of a transaction before it is openly executed on the exchange floor.
Accommodation trading	Entering transactions to assist another floor participant in accomplishing improper trading objectives.
Trading before customers orders, front running	Trading for one's personal account or an account in which one has an interest, while having in hand any executable customer order in that contract.
Bucketing	Failing to introduce an order to the marketplace, traditionally occurring when a broker noncompetitively takes the other side of a customer order to the detriment of the customer or other members.
Wash trading	Entering transactions to provide the appearance of trading activity without resulting in a change in market position.
Curb trading	Trading after the official close of trading.
Cross-trading	Matching customer orders on the floor without offering them competitively.

資料: Robert. W. Kolb. *Understanding Futures Markets* 4th edition. 1996. p. 58.

30) New York Mercantile Exchange, *Safeguards and Standards*, 1999. 6, pp. 1-22.

時間にわたり利用することができる情報を作成している。価格・取引量等の情報は取引所のメイン・コンピューターにより5分毎に最新のものと更新される。新しい情報はリアル・タイム30分以内に利用可能となる。

#### 4. 先物協会 (NFA) の自律規制

1974年アメリカ議会は、先物市場を規制する商品先物取引委員会 (CFTC: the Commodity Future Trading Commission) 法を通過させた。この法は、先物産業が一つ以上の自律規制機構を設立することを許可した。この法によれば、これら自律規制機構の目的は、一般的に詐欺性と操作性行動および慣行を制止し、公正・公平な取引の原理を増進し、公共の利益を保護し、障害を除去し、自由で公開された先物取引のメカニズムを遂行するのである。この法は、一つの自律規制機構以上を考慮したが、NFA (National Future Association) は、現存する唯一のその機構である。NFA は1981年9月22日 CFTC により、登録され先物協会として公式に認可された<sup>31)</sup>。

31) 韓国も2000. 4. 1 より先物取引法を改正して先物協会が、①先物取引業者相互間の業務秩序維持のための調査研究、②営業の専門性と委託者保護のための専門人材の運営および管理、③先物関連制度の調査研究、④そのほか、大統領の定める業務等を行うことにより、協会の自律規制を法的に確立した。

資料：韓国先物協会、『月刊先物協会』2000. 1, p. 49.

一方日本においても、1999. 4. 1 商品取引所法改正により、日本商品取引協会（日商協）がつぎのような自律（自主）規制業務を強化するようにした。

①自主規制は会員の自覚を促進し、法遵守の徹底を期し、法違反のときは指導・勧告、制裁を行う権限をもって、譴責、過怠料賦課、除名等を行う。

②委託者を保護する観点から、顧客との紛争に関連する相談に応じ、その解決を促進するとともに、公正・中立委員による、韓旋・調停に介入する。

③商品先物取引の営業社員に必須的な登録のために、学習・試験、登録事務（登録・抹消・取消）を行う。

資料：前掲書，p. 35.

NFA の理事会 (Board of Directors) は会員により選出された42名の理事により構成され、その機構の使命を解釈し、政策を開発し、健全な金融構造を保証するのに責任がある。そして、理事会の下には、理事会を支援する多くの常設諮問機関・特別委員会等がある。政策実行と毎日の運営は実行委員会 (Executive Committee) の方向と監督の下に NFA 幹部か、職員により行われる。

NFA は先物市場における公共投資家を保護するためのアメリカの立法的命令を遂行するために、登録・監査 (compliance)、仲裁 (Arbitration)、教育の四つの部門における主な運営の領域を設定している。先物と先物オプションを売買する目的で、顧客の基金を取扱うことを希望する会社か、個人は、すべて NFA に登録し会員券 (Membership) を申請しなければならない。先物取引に諮問 (Advice) を提供する事業に従事する会社か、個人も同様である。

NFA は、登録のとき申請者を選別し、テストする責任がある。NFA に登録を申請する FCM (Futures Commission Merchant)、IB (Introducing Broker)、CTA (Commodity Trading Adviser)、あるいは、CPO (Commodity Pool Operator)、AP (Associated Person) は全国商品先物試験 (National Commodity Futures Exam Series 3) に合格しなければならない。取引場のブローカー、自己取引会員 (Floor trader) もやはりその産業において、その知識を、特定する書面による試験に合格しなければならない。

また、NFA は、個人が各種範疇の先物専門家として登録する以前に、個人の背景情報を審査することができる。CFTC により認可をうけた自律規制機構として NFA はその会員の行為を管理する広範囲な規則をもっている。顧客を保護するために、NFA の倫理基準は、不正・操作・詐欺的行動・慣行・不公正取引を禁ずる。

また、いかなる NFA 会員も登録された先物協会会員でない、どのような人からも先物注文をうけてはならないように規定している。NFA は、先物取引所の会員を除くすべての会員に対

し、予告しない監査を行う。NFA は、コンピューター化された金融分析会計監査システム (FACTS) を通じ、NFA の会員社の金融上の記録を維持し、その金融状況を調査する。NFA は、また FCM か、取引場ブローカー (introducing Broker) に対し、正当な資本を維持し正確な取引記録を維持することを要求する。

NFA は、重大な違反に対し、また取引紛争を解決するために仲裁機構を運営する。また、違反行為がおこる前に予防しうる方法を模索する。そうすることにより、公衆の信頼をまもり先物産業が活発な活動を行うことを支援する。しかし、NFA を評価するにあたり、その機構は産業の完全性を保護し、その利益を増進させる、産業上の自己規制機構であると認識するのが重要である。

## 5. 結 言

先物市場の発展と自律規制に関して、考察を試みた。

すでに言及したように、先物市場は自律規制を中心に国際競争力の確立による、市場発展を追究する現象が大勢をしめている。アメリカは1850年代先物取引所発足以来150年間にわたり、自律規制を中心として先物市場が運営された。これにより市場が発展し世界の先物市場を主導するに至った。ヨーロッパの取引所も、ヨーロッパの金融市場が自由な雰囲気であることにより、自律規制中心に運営されている。ヨーロッパ取引所が先物取引所開設以来、短い歴史であったにもかかわらず新しい商品開発と、新たな需要創出をなしとげ世界の中心に深く進入している。これは偏に、自由規制と自由な雰囲気によるものといえよう。

これに反し、日本は先物取引の証拠金・取引手数料を引上げる等の法的、そして政府主導的規制を強化してきたために、先物取引の活性化は相当支障をうけた。しかし、このような日本においても1999年より、いわゆる日本版ビグ・バンにより1999年3月31日付の先物・オプション取引に対する証券取引税、先物取引税を廃止し、手数料の引下げ、価格変動幅限度 (Tick

Size) の縮小等の措置をとった。そして、漸次自律規制化による制度化にうつりつつある。

この小稿においては、世界先物市場発展の大きい流れの軸である自律規制システムを、先物市場発展の面に焦点をあわせ、その重点的研究を試みた。自律規制システムはその体制が完璧に整っているアメリカの先物取引所、特に NYMEX のシステムを重点的に研究の対象とした。

アメリカの先物取引所は、現行先物市場において不正あるいは不健全な取引がおこらないよう規制しているのみならず、根本的にこれらの事故または不健全な取引がおこらないよう、二次的に三次的に防禦線を構築している。これにより、ほとんど完全に事故を予防し先物取引の健全性を確立している。即ち、事故の憂いのある大量 (限度超過) 取引、不正な要素のある事前連絡取引、架空の取引、顧客の注文を自己勘定のために利用する取引等を、根本的に禁止した。これにより第一次防禦体制を構築した。きびしい監査証跡の開発、一分以内に行う迅速な報告の義務化、ポジション超過者の報告、監査室の規則施行強化のための市場・金融・取引監督等を通じ、事故防止の第二次体制を構築した。第三次的には、会員あるいは取引者の信用が悪化し、支払不能がおこらないよう、決済会員、先物手数料商人 (FCM) の信用状態を、取引所の独自の、または、ほかの機関と共同的に、継続して調査を行い信用悪化にそなえている。

このように完全な自律規制システムが、先物取引の事故予防はもちろん、ひいてはアメリカ先物市場全体の発展をもたらしている。

先物市場制度を、後れて実施した韓国も先物取引システムを運用している。先物市場において国際競争力を確立し市場発展をはかるためには、先物取引所の自律規制を強化する方向に進まねばならない。このためには、国内の先物取引所がニューヨーク商業取引所 (NYMEX) のように完全な自律規制システムを確立するよう努力しなければならない。そして、韓国先物協会もアメリカの NFA のように、協会により自律規制機能を遂行するシステムを構築するよう、

研究を進めねばならないであろう。

#### 参 考 文 献

- ・ 權相璋,『大邱先物去来(取引)所開設妥当性研究』,大邱商工会議所,1997,12.
- ・ “ ”,『世界先物市場의变化分析』,韓国先物取引所,『先物市場月報』,2000,8.
- ・ 姜柄皓,鞠燦杓,李商彬,崔興植,『派生商品去来(取引)의規制監督方向』,韓国先物学会,『先物研究第6号』,1998,12.
- ・ 玉基律,『先物産業에대한規制과監督에대한여』,韓国先物協會,『先物市場』,1999,11.
- ・ 韓載錫,『日本商品先物の制度改革과展望』,韓国先物協會,『月間先物市場』,2000,6.
- ・ 世界各先物取引所(CBOT, CME, NYMEX, EUREX, LIFFE, TSE, TOCOM, TGE, OSE等)の2000,8月現在,Home page 内容.
- ・ Alfred Lewis & Anthony Nappo, “Concepts and Trends in Derivative Instruments: with International Applications”, *The International Finance Reader*. 3rd Edition. Blackwell Publishers, 1995. pp. 74-95.
- ・ Barry Schachter. *Derivatives Regulation and Banking*. Elsevier. 1997
- ・ CBOT. *Commodity Trading Manual*. 1994
- ・ CBOT. Testimony of David P. Brennan. Chairman, Board of Trade of City of Chicago Before the Senate Banking. *Housing and Urban Appairs Committee* May. 8. 2000. Chicago Board of Trade 2000. 8.
- ・ Jake Bernstein. *Futures Market Work*. New York Institute of Finance. 1989
- ・ Jane C. Kang. “The Regulation of Global Futures Markets: Is Harmonization Possible or Even Desirable?” *Northwestern Journal of International Law & Business*. Fall 1996 Volume 17, Number 1.
- ・ Merton H Miller, “Do we really need more regulation of financial derivatives?” *Pacific-Basin Finance Journal* 3. 1995. pp. 147-158.
- ・ Merton H Miller, “International Competitiveness of U. S. Futures Exchanges”. *Journal of Financial Services Research* 4, 1990. pp. 387-408.
- ・ NYMEX. *Safeguards and Standards*. 1999. 6
- ・ Peter A. Abken. “Globalization of Stock, Futures and Options Markets.” *The International Finance Reader* 3rd Edition. Blackwell Publishers. 1995. pp. 37-60.
- ・ Robert W. Kolb. *Understanding Futures Markets*. 4th edition. 1996